

地产下行的尽头：多少亿平是终点？

证券研究报告

2022 年 10 月 22 日

中国房地产市场的长期需求测算

根据我们的预测结果，2022-2035 年，中国新增商品房需求将呈现“L”型的回落趋势——2022-2025 年，新增商品房的需求中枢约为 11.3 亿平方米，2026-2030 年约为 9.6 亿平方米，2031-2035 年约为 8.7 亿平方米。

2022 年，由于投机性需求集中衰退，相比于 2021 年，新增商品房需求将出现较大幅度的回落；而此后，尽管新增商品房需求仍在逐年回落，但回落的斜率将逐渐放缓。

从这个角度来看，房地产短期问题的答案实际上一目了然：

第一，房地产需求进入了新的周期，真实需求长期回落的情况下，小规模刺激效果有限。

第二，未来想要实现此前几轮放松周期的政策效果，需要比以往更大的刺激力度，相应带来的高杠杆、高房价等潜在问题也会更大，因此我们认为，再次出台大规模刺激政策的可能性有限。

风险提示：户籍政策变化可能导致城镇化进程超预期；房地产政策可能超预期；文中测算具有一定主观性，仅供参考。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-美股空头拥挤，更可能是熊市技术反弹-10 月第 3 周资产配置报告》2022-10-20
- 2 《宏观报告：二十大报告的九个关注点》2022-10-17
- 3 《宏观报告：宏观-10 月社融有望维持韧性》2022-10-13

内容目录

1. 中国房地产市场的中长期需求预测模型	4
2. 需求侧变量	5
2.1. 刚性需求预计持续回落	5
2.1.1. 总人口预计 2022 年起负增长	5
2.1.2. 城镇化率提升预计放缓	7
2.1.3. 城镇常住人口增长斜率放缓	9
2.2. 人均住房面积缓慢提升，改善需求预计放缓	10
2.3. 旧房更新仍有较大空间	11
3. 供给侧变量	13
3.1. 存量空置房释放供给	13
3.2. 新增保障性住房	13
4. 结论：房地产的中长期需求是个“L”型	14

图表目录

图 1：2022 年 1-8 月新建住宅类商品房销售面积较往年大幅回落（单位：万平方米）	4
图 2：新建商品房中长期需求测算模型	5
图 3：联合国对 2022-2100 年中国总人口预测（单位：万人）	6
图 4：2021 年，中国出生率已经接近死亡率，人口自然增长率仅 0.34‰（单位：‰）	6
图 5：联合国口径下的中国人口数据与统计局口径存在小幅偏差	7
图 6：中国总人口预测	7
图 7：与美、日、韩对比，中国城镇化率仍有提升空间（单位：%）	8
图 8：韩国城镇化进程经历了“加速-放缓-停滞”三个阶段	8
图 9：中国的城镇化进程已经进入了斜率放缓的阶段	8
图 10：中国城镇化率预测（单位%，中国 T0=2021 年，韩国 T0=1984 年）	9
图 11：中国城镇常住人口预测（单位：万人）	10
图 12：中国新增城镇常住人口预测（单位：万人）	10
图 13：相比于日本，中国人均住房建筑面积仍有较大的提升空间（单位：平方米）	11
图 14：中国城镇常住人口人均住房建筑面积预测（单位：平方米）	11
图 15：2020 年中国存量住房房龄分布（单位：%）	12
图 16：截至 2020 年，住房来源分布情况（单位：%）	13
图 17：2022-2035 年新增商品房需求预测（单位：亿平方米）	14
图 18：2022-2035 年新增刚性住房需求测算（单位：亿平方米）	15
图 19：2022-2035 年新增改善住房需求测算（单位：亿平方米）	16
图 20：2022-2035 年新增更新住房需求测算（单位：亿平方米）	16
图 21：2022-2035 年存量空置房供给需求测算（单位：亿平方米）	17

图 22：2022-2035 年保障性住房供给需求测算（单位：亿平方米）	17
图 23：2022-2035 年新增商品房需求增速预测（单位：%）	18
图 24：2022-2035 年新增住房总需求结构预测（单位：%）	18
表 1：各房龄段住房拆除率测算	12

过去多年，在人口红利和城镇化加速的支撑下，地产的真实需求持续抬升。彼时的调控政策之于房地产，更像是向下压住弹簧的手——下压的力度松一点，弹簧的反弹幅度就能更大一些。经历过 2008、2012、2015 年三轮地产调控放松以后，市场逐渐习惯于“调控政策放松-地产需求反弹”的经验规律。

但实际上，在人口开始负增长、地产逐渐去金融化的当下，地产需求侧的逻辑正在发生质变，地产中长期需求的拐点已经形成。未来地产的需求可能很难再走出“V”型的反弹趋势，而更可能会是一种接近“L”型的回落趋势。

1. 中国房地产市场的中长期需求预测模型

本文的目的是通过一系列测算，探究新建商品房的中长期需求趋势及中枢水平（本文所指地产需求为住宅类需求，不包括办公楼、商业营用房等其他类型的房地产需求）。主要的测算思路如下：

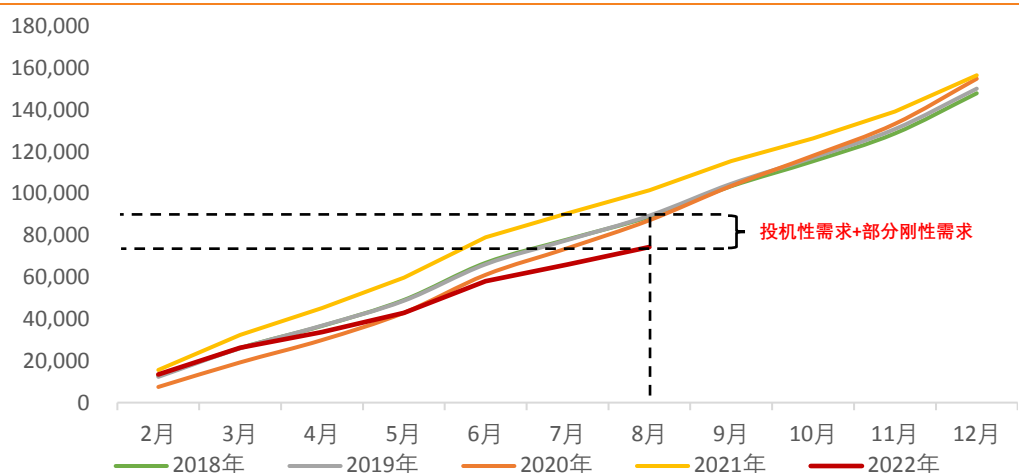
1、需求侧：

地产的总需求可以划分为真实需求和投机需求两部分。

真实需求源自于城镇居民的居住需要，可以进一步细分为刚性需求、改善需求和更新需求三部分。刚性需求由城镇常住人口增加而产生，受总人口和城镇化率影响；改善需求由居民对更加舒适的居住环境的追求产生，受人均住房面积增幅和存量城镇常住人口影响；更新需求则由存量住房到期折旧、拆除而产生，受旧房拆除面积和拆迁后的货币安置率影响。在此我们不对购房或租房进行区分，因为租房者的租赁需求基本等于出租者的购房需求。

投机需求则源自于房地产的金融属性。但随着“房住不炒”的深入和房企的经营风险暴露，房地产正在经历去金融化的过程。我们认为今年住宅类商品房销售的大幅回落中，已经包含了投机性需求的明显衰减。1-8 月，住宅类商品房累计销售 7.4 亿平方米，较 2018-2021 年同期均值下降 1.7 亿平方米。我们认为，这 1.7 亿平方米基本包含了绝大部分的投机性需求和部分刚性需求。在后续的测算中，我们假设投机性需求衰减为 0。

图 1：2022 年 1-8 月新建住宅类商品房销售面积较往年大幅回落（单位：万平方米）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2、供给侧：

住房的供给并不完全由商品房组成。由于本文的关注点在于未来新建商品房需求的合意水平，因此在总需求中还需剔除掉新建商品房以外的供给，主要包括存量空置住房释放和新建保障性住房。

预计未来将有更多的存量住房进入二手房市场。根据住建部原副部长仇保兴在 2022 中国城市高质量发展智库论坛的讲话，“当前我国住房空置率已经达到 15%，有的省份达到 25%甚至 30%，高于国际 5%的空置率标准”¹。随着投机性需求的衰退，原来出于增值目的而持有的住房将逐渐在二手房市场被出售，承接一部分新增住房需求，与新建商品房之间存在替代关系。

新建保障性住房的占比预计也将进一步提升。近年来，房价和收入的矛盾进一步凸显，2021 年 7 月国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22 号）指出，“新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，需加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系”。²因此，我们认为，未来保障性住房在供给侧的贡献将出现进一步的提升，同样会对商品房产生替代效应。

3、新建商品房需求

综上，在供需基本均衡的情况下，新建商品房的合意需求水平将等于新增总住房需求减去由存量空置房释放、新增保障性住房提供的供给。即：

$$\begin{aligned}
 \text{新建商品房需求} &= \text{新增真实需求} - \text{存量空置住房供给} - \text{新建保障性住房} \\
 &= \text{新增刚性需求} + \text{新增改善需求} + \text{新增更新需求} \\
 &\quad - \text{存量空置住房供给} - \text{新建保障性住房}
 \end{aligned}$$

图 2：新建商品房中长期需求测算模型



资料来源：天风证券研究所整理

2. 需求侧变量

2.1. 刚性需求预计持续回落

2.1.1. 总人口预计 2022 年起负增长

联合国在今年年中发布了《世界人口展望 2022》，其中分别在高、中、低生育率假设下对中国总人口进行了预测，中国总人口将分别在 2036、2023、2022 年开始负增长。

从统计局数据来看，中国 2021 年出生率为 7.52‰，死亡率为 7.18‰，出生率较 2020 年下降 0.1 个百分点，死亡率则提升 0.01 个百分点。照此趋势来看，预计 2022 年出生率将

¹ https://view.inews.qq.com/k/20220630A0A1MF00?web_channel=wap&openApp=false

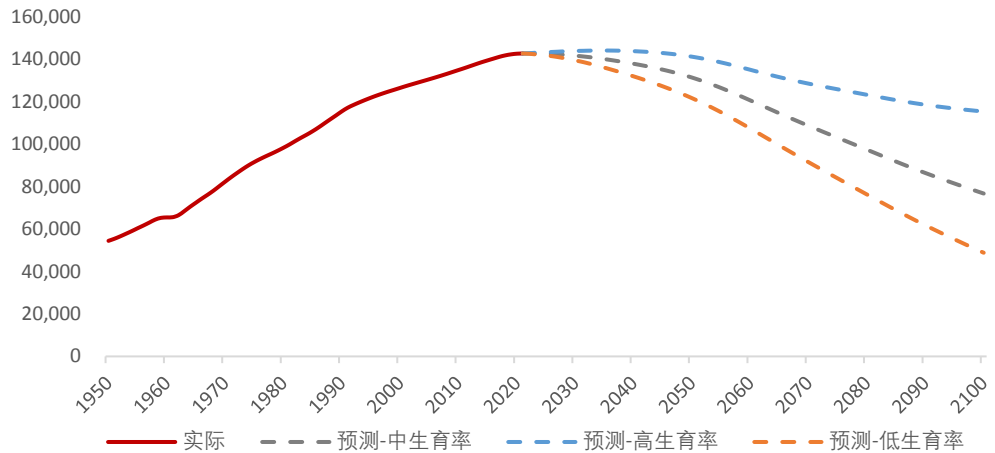
² http://www.gov.cn/zhengce/content/2021-07/02/content_5622027.htm

开始低于死亡率，导致人口自然增长率低于 0，人口开始负增长。

实际上，部分省份今年以来的数据已经体现出了这种变化。以人口大省河南为例，2021 年，河南省出生人数 79.3 万人，死亡人数 73.0 万人，人口自然增长 6.3 万人。而根据河南省政府披露的新生儿“两病”筛查数据计算，2021 上半年、2022 上半年河南省出生人数分别为 41.1、37.2 万人，2022 年上半年同比下降 9.5%。假设河南今年全年新生儿增速与上半年持平、死亡人数与去年持平，则河南今年全年出生人数、死亡人数分别为 71.8、73.0 万人，总人口大概率将开始负增长。

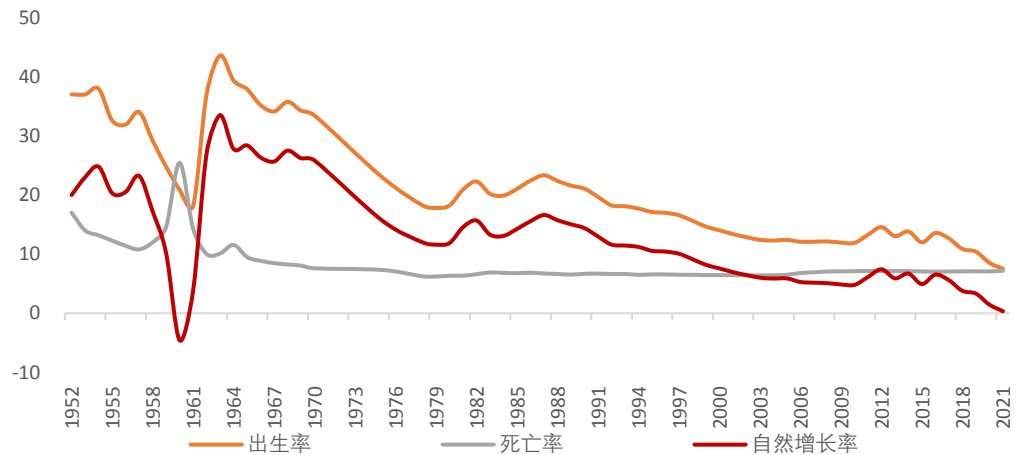
因此，我们选择采取联合国低生育率假设下的数据来对中国总人口进行估计（对政府出台鼓励生育政策而导致的生育率变化，暂时不予考虑，仅测算自然增长情况下人口变化）。

图 3：联合国对 2022-2100 年中国总人口预测（单位：万人）



资料来源：联合国，天风证券研究所

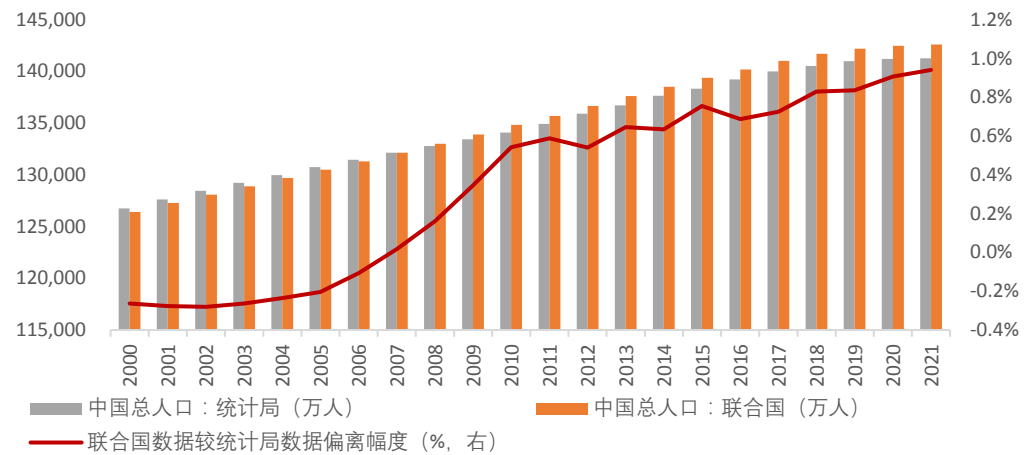
图 4：2021 年，中国出生率已经接近死亡率，人口自然增长率仅 0.34‰（单位：‰）



资料来源：WIND，天风证券研究所

此外，从联合国《世界人口展望 2022》与统计局披露的历史人口数据来看，联合国口径下的中国人口数据与统计局口径存在小幅偏差，2007 年以来联合国数据持续高于统计局数据。因此我们参照历史数据对联合国预测数据进行适度调整，使其与统计局数据能够实现前后匹配。

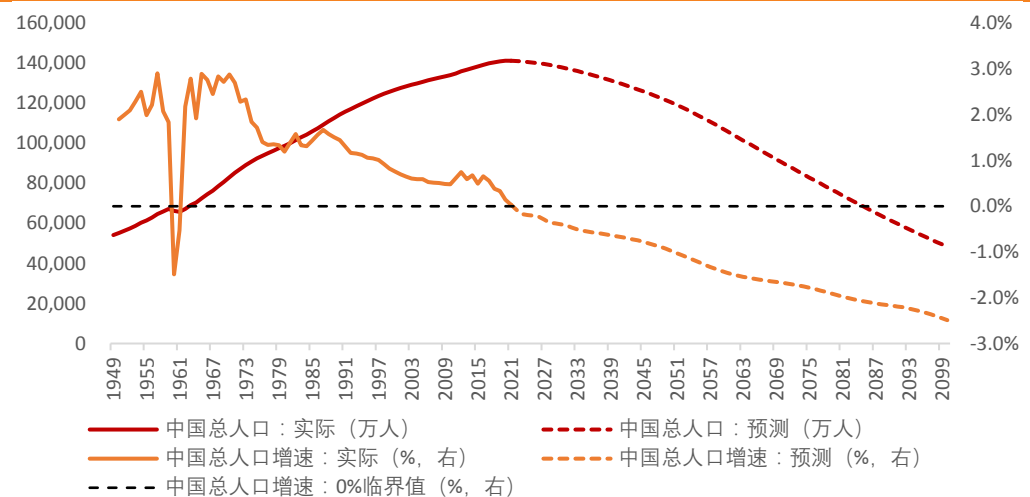
图 5：联合国口径下的中国人口数据与统计局口径存在小幅偏差



资料来源：WIND，联合国，天风证券研究所

预测结果显示：预计到 2025、2030、2035 年，中国总人口分别约为 14.0、13.8、13.5 亿人，分别较 2021 年下降 0.6%、2.3%、4.7%。

图 6：中国总人口预测

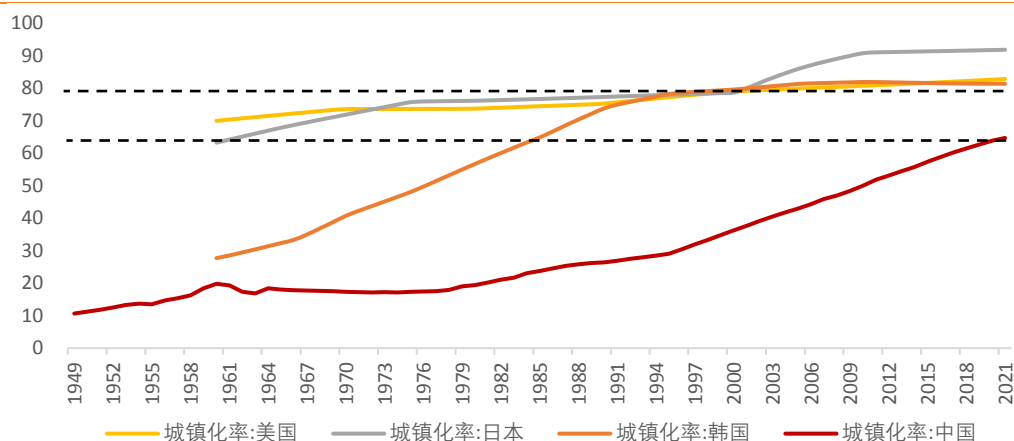


资料来源：WIND，联合国，天风证券研究所

2.1.2. 城镇化率提升预计放缓

中国的城镇化进程尚未结束。2021 年，中国城镇化率为 64.7%，仅相当于韩国上世纪 80 年代、日本上世纪 60 年代、美国上世纪 60 年代以前的水平。从国际经验来看，如果不考虑日本在 2000-2010 年间由市町村“平成大合并”导致的城镇化率非自然提升，韩国、日本、美国的城镇化进程均在城镇化率接近 80% 时开始放缓、停滞。**因此，按照韩国、日本、美国城镇化进程来看，我们认为中国城镇化率仍然有 15 个百分点的增长空间，这将成为中国房地产中长期需求的重要支撑因素。**

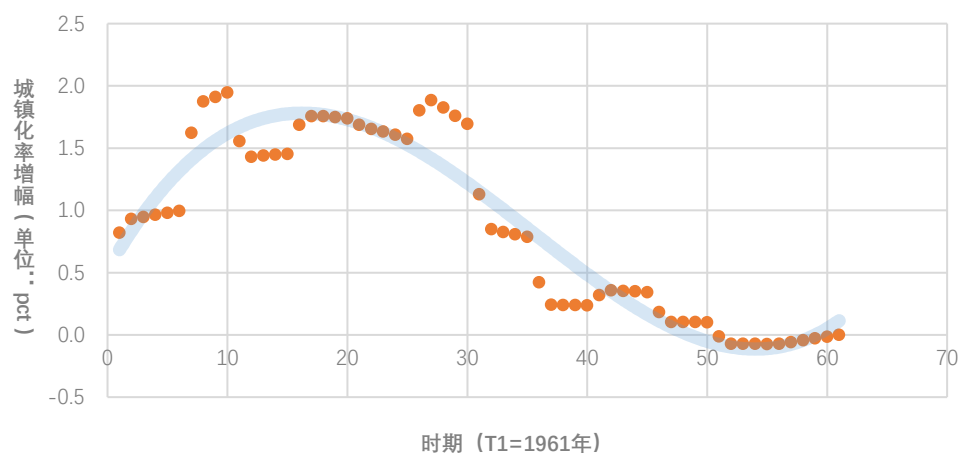
图 7：与美、日、韩对比，中国城镇化率仍有提升空间（单位：%）



资料来源：WIND，联合国，天风证券研究所

但中国城镇化率的提升正在放缓。从数据统计时间恰好覆盖城镇化全进程的韩国来看，城镇化率的提升大概要经历三个阶段——“加速-放缓-停滞”。从趋势上看，1976 年之前，韩国处于加速城镇化的阶段，城镇化率增幅逐年提升；1977-2011 年，韩国的城镇化斜率开始放缓，城镇化率增幅开始趋势性逐年递减；到 2012 年以后，韩国的城镇化基本进入到停滞的状态。中国的城镇化进程已经进入到了第二个阶段。2015 年以来，中国城镇化率的增幅开始逐年下降，2021 年则仅有 0.83 个百分点，为 1996 年以来首次低于 1 个百分点。

图 8：韩国城镇化进程经历了“加速-放缓-停滞”三个阶段



资料来源：WIND，天风证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47607

